

我国上市公司退市机制研究

喻华丽

指导教师：吴世农教授

学校编码：10384

学 号：9815046

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

## 学 位 论 文

# 我国上市公司退市机制研究

On the Delisting Mechanism of

Listed Companies in China

喻 华 丽

指导教师姓名： 吴世农 教授

申请学位级别： 硕 士

专 业 名 称： 工商管理(MBA)

论文提交时间： 2003 年 6 月

论文答辩日期： 2003 年 7 月

学位授予单位： 厦 门 大 学

学位授予日期： 2003 年 月

答辩委员会主席\_\_\_\_\_

评 阅 人\_\_\_\_\_

2003 年 月

## 论 文 摘 要

上市公司退市，是指上市公司由于各种原因不再继续挂牌交易而退出证券市场。上市公司退市制度是证券市场制度建设的重要内容，其实现上市公司优胜劣汰，是实现证券市场的优化资源配置等功能的必然要求，是保证上市公司总体质量，维持市场持续发展的重要措施。2001年4月23日，我国首家上市公司——水仙电器退市，标志我国上市公司退市机制的基本建立。至今，已有十家上市公司被强制退市。

本文概述了上市公司退市机制的主要内容，回顾了我国建立上市公司退市机制的历程，通过对我国已退市公司和准退市公司在主要财务指标、亏损原因等方面的分析，阐述我国退市机制面临的问题，并借鉴美国和香港等海外证券市场的经验，探索进一步完善我国上市公司退市机制的措施。全文分五章：

第一章介绍上市公司退市机制包括退市标准、退市程序的主要内容，阐述了证券市场建立上市公司退市机制的必要性和重要性。

第二章研究美国和香港等证券市场的退市机制，分析其在退市标准和退市程序设计上的特点和成功经验，并着重分析了香港证券市场的“仙股事件”所带来的经验和其咨询文件内容的启示。

第三章回顾我国建立上市公司退市机制的历程，将之分为三个阶段，并总结了各阶段的特性和当时证券市场的反应。

第四章以我国上市公司退市机制近两年的实践结果，即从已退市公司和准退市公司角度，检讨现有退市机制的适用性，重点检查“连续三年亏损”标准是否准确有效地甄别出无价值的公司退市，指出我国退市机制正面临该标准的合理性及有效性问题，并通过实证研究，提出基于净资产这一财务指标的更加合理的新退市标准。

第五章对我国上市公司退市机制的现状和存在问题进行了总结，并借鉴国外经验，提出进一步完善现行法律法规、完善和丰富退市标准体系、完善退市

程序、深化证券市场改革以提高退市机制的市场化程度、加强证券市场相关制度的配套建设等进一步完善我国上市公司退市机制的建议和对策。

我国证券市场仍处于“新兴加转型”阶段，如何在总结自我经验、借鉴国外经验的基础上，建立一个完善的、适应我国证券市场环境和发展需求的退市机制，是需要我们不断思考和长期不懈努力的课题。本文正是以此为出发点，进行了较深入的分析和实证研究，力求能对今后完善我国的退市机制起到实际参考作用，因此具有较大的实际意义。

关键词：证券市场；上市公司；退市机制。

## **Abstract**

Listed companies' delistings mean that those companies retreat from a stock market due to various reasons. The delisting mechanism is an indispensable regulatory measure to optimize resource to achieve the greatest efficiency and guarantee the quality of listed firms and promote the sustainable development of a stock market. On April 23 2001, Narcissus Electric Appliances Co Ltd was delisted, being the first delisted company in China, which marks the launch of the delisting mechanism in China. Till now, ten listed companies have been delisted forcedly.

This paper consists of five chapters. It starts with an overview of the delisting mechanism and looks back on the process it was established in China. Then it focusses on listed companies' delistings due to failure of compliance with the continued listing standards, and conducts an international comparative and empirical study in order to locate our existing problems and probe into measures for improvement.

Chapter One introduces main parts of the delisting mechanism of listed companies, including delisting criteria and delisting procedures, and then set forth its necessity and importance.

Chapter Two studies the delisting systems in US and Hong Kong stock markets, analyzing their features and good experience in designing, especially illuminating the apocalypse given by "Penny Stocks Incident" in Hong Kong stock market and its consultant paper on continuing listing criteria.

Chapter Three looks back on the process of establishing our delisting mechanism, which is divided into three stages, expounding the marks and background of every stage.

Chapter Four tries to discover problems our delisting mechanism is facing from the points of view of the delisted and potentially delisted companies, and tables a proposal to set up new delisting standards over empirical study.

Chapter Five brings forward the proposals and measures to make our listed

company's delisting mechanism more perfect on the basis of summing up its status quo and defects.

China stock market is still an emerging market. How to strengthen our delisting mechanism to meet the changing market conditions on the basis of taking use of experience of ourselves and overseas stock markets is a task for us which needs our great and constant efforts. Just basing on that, this paper tries to have deep analyses and empirical study in order to be helpful to making our delisting mechanism more perfect in future. I hope this paper bring forth some meaningful meditation on the delisting mechanism of listed companies.

**Key Words:** Stock Market; Listed Company; Delisting Mechanism.

# 目 录

前 言.....	1
第一章 上市公司退市机制概述.....	2
一、上市公司退市机制内容.....	2
1、退市标准或持续上市标准.....	2
2、退市程序.....	3
3、退市机制的适用性.....	3
二、建立上市公司退市机制的必要性和重要性.....	4
第二章 海外上市公司退市机制研究及其启示.....	6
一、美国上市公司退市机制.....	6
1、纽约证券交易所退市机制.....	6
2、美国纳斯达克市场退市机制.....	9
3、美国等成熟市场的退市机制对我国市场的启示.....	13
二、香港证券市场“仙股事件”的启示.....	17
1、香港证券市场退市机制现状.....	17
2、香港“仙股事件”及其启示.....	18
3、香港有关持续上市准则咨询文件的启示.....	20
第三章 我国上市公司退市机制的发展历程.....	22
一、我国上市公司退市演变历程的回顾.....	22
二、阶段一：初步设立退市标准.....	24
1、初步设立了退市标准.....	24
2、退市机制因未有设计退市程序而无法实施.....	25
3、市场面临上市公司亏损数量增加和亏损程度加深的压力.....	26

三、阶段二：建立和启动退市缓冲机制 .....	27
1、ST 制度 .....	28
2、PT 制度 .....	28
3、出台 ST 制度与 PT 制度的背景分析 .....	29
4、ST 制度与 PT 制度的实施效果 .....	32
5、琼民源事件说明 .....	33
四、阶段三：启动和完善退市程序 .....	34
1、细化退市标准并设计和启动退市程序 .....	34
2、取消 PT 制度和完善退市程序 .....	36
3、建设股份代办转让系统作为退市出口渠道 .....	37
4、进一步完善退市程序以解决新问题 .....	38
第四章 从退市和准退市公司情况看我国退市机制 .....	41
一、问题提出：我国退市机制适用性如何 .....	41
二、退市公司分析 .....	41
1、退市前公司状况 .....	43
2、退市公司亏损原因分析 .....	49
3、退市公司整体分析 .....	50
三、准退市公司分析 .....	51
1、准退市公司基本情况 .....	51
2、准退市公司整体分析 .....	51
四、现有退市标准适用性检测 .....	55
1、从退市公司和准退市公司看退市标准的适用性 .....	55
2、“最近三年连续亏损”退市标准合理性的检讨 .....	57
五、设立新退市标准及实证分析 .....	58
1、设立基于净资产的新退市标准及实证分析 .....	58
2、市值和最低交易量作为我国退市标准的探讨 .....	64

<b>第五章 我国上市公司退市机制的发展对策</b> .....	67
一、我国退市机制现存问题 .....	67
1、中国上市公司退出机制现状 .....	67
2、我国上市公司退市机制现存问题 .....	71
二、建议及对策 .....	73
<b>附 件</b> .....	77
附件 A-1 中国退市机制与相关股票价格关系的实证分析 .....	77
附件 A-2 中国退市机制与上市公司利润操纵关系的实证分析 ...	81
附件 B 中国上市公司退市相关法规 .....	85
<b>主要参考文献</b> .....	101
<b>后 记</b> .....	103



厦门大学博硕士论文摘要库

## 前 言

上市公司退市制度，是证券市场制度建设的重要内容，其实现上市公司优胜劣汰，是实现证券市场的优化资源配置等功能的必然要求，是保证上市公司总体质量，维持市场持续发展的重要措施。

自 1990 年底起，中国证券市场经历十二年的发展，取得了巨大的成就，形成了一定的市场规模，至 2002 年底上市公司已达 1224 家，同时，上市公司亏损数量也在不断增加，亏损面不断扩大。据统计，中国亏损上市公司的家数自 1995 年至 2001 年分别为 17、31、41、86、85、97、151，亏损比例自 1995 年至 2001 年分别为 5.26%、5.85%、5.50%、10.11%、8.96%、8.92%、13.02%。因此，上市公司质量问题受到市场的普遍关注，自 1997 年以来，市场不断发出建立上市公司退出机制的呼唤，而市场管理层也对此做出不懈的努力，在退市机制的建设上，如同中国其它经济改革一样，采用了渐进式的策略，逐步推出各项制度安排，从《公司法》规定上市公司退市条件到退市机制的基本建立，经历了六年多的时间，终于于 2001 年 2 月 22 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》，标志着我国基本建立了具操作性的退市机制，同年 4 月 23 日，水仙电器退市，标志着我国退市机制的正式实施。其后两年，证监会和深沪证券交易所（以下简称“交易所”）根据实际运行情况，总结经验，解决碰到的新问题，从而不断完善退市机制。至今，已有十家上市公司被强制退市。

完善的退市机制，包括一套合理科学的退市标准（或持续上市标准）、完善的退市程序、方便有效的退市渠道。我国证券市场仍处于“新兴加转型”阶段，退市机制的完善还有很长的路要走。如何在总结自我经验、借鉴国外经验的基础上，建立一个完善的、适应我国证券市场环境和发展需求的退市机制，是需我们不断思考、长期不断努力的课题。

## 第一章 上市公司退市机制概述

### 一、上市公司退市机制内容

上市公司退市，又称上市公司终止上市，是指上市公司由于各种原因不再继续挂牌交易而退出证券市场。其退市方式一般分为三种：一是上市公司因不再符合持续上市标准等原因而被强制退出；二是自愿退出，上市公司由于自身的原因要求撤回上市或摘牌；三是自然退出，指上市公司股票或资产被非上市公司或其他投资者收购从而转为非上市公司。本文论述的重点，主要是针对第一种。

上市公司退市机制，又称上市公司退出机制，主要解决两方面的问题。一是什么样的上市公司应该退市？即判断上市公司是否应退市的依据或标准是什么，这个标准就称为退市标准或持续上市标准。二是退市公司如何退市？即退市公司按什么程序退市，这个程序就称为退市程序。

另外，上市公司退市并不等于破产，退市公司虽无法满足所在证券市场要求，但在更宽泛的市场条件下，仍有投资者愿意参与交易，至少希望能有一个供他们转让股份的平台。如何减少退市对投资者投资风险的影响？如何为退市公司的继续发展提供空间？这是完善的退市机制应解决的问题。故，退市渠道设计也是建立上市公司退市机制时需考虑的一个内容。

#### 1、退市标准或持续上市标准

从国内外证券市场的退市标准或持续上市标准来看，退市标准分为数量标准和非数量标准。数量标准主要是从上市公司总资产、净资产、股票市值、营业收入、经营能力、公众持股人数、公众持股量、公众持股市值、最低交易价格等可量化的指标中，选择一个或多个作出规定，是对上市公司可持续上市的定量要求。非数量标准主要从公司治理机制、信息披露等方面作出规定，是对

上市公司可持续上市的定性要求。

目前，各个证券市场的退市标准都不尽相同，主要取决于市场监管者的监管理念和市场本身以及所处经济、政治体制环境的特性。

## 2、退市程序

退市程序，包括退市公司的复审程序和执行程序，其目标是有效地避免市场偶然因素和人为因素产生的差错，将判断上市公司是否应退市的误差和公司退市对市场的不利影响降到最低点。可以说，退市程序是市场监管者监管理念的具体实施过程。各证券市场根据自身情况设计退市程序，在具体的退市程序上存在较大的差异。

## 3、退市机制的适用性

所谓退市机制的适用性，是指某证券市场设计的退市机制对于该市场是合理的、有效的，能够针对所服务的上市公司的特点，适应市场监管者监管理念和所处经济、政治体制环境下的特性。

从理论上来说，一个合理的上市公司退出机制应使出现下述情形的上市公司退市：

- (1) 股票失去内在价值。
- (2) 股票失去流动性。
- (3) 公司严重违反上市规则。

由此可见，退市机制的适用性体现在以下两个方面：

(1) 在退市标准上，根据上述 3 个要点设计一套实行清晰、客观和具透明度并尽量量化的持续上市或退市标准。从海外证券市场的实践经验来看，退市标准内容按性质主要分为以下四类：一是上市公司资本规模或股权结构发生重大变化，达不要上市要求；二是公司经营业绩或资产质量达不到要求；三是股票流动性达不到要求；四是公司不遵守有关法规并造成恶劣影响。

(2) 在退市程序上，要本着操作性强、客观透明的原则，并考虑“不应在

上市公司还有机会被挽救的时候就过早将其摘牌”的谨慎原则。

## 二、建立上市公司退市机制的必要性和重要性

对于一个规范化的证券市场来说，上市公司退市机制是证券市场运行的正常机制，建立退出机制是上市公司优胜劣汰、优化资源配置的必然要求，是保证上市公司总体质量，维持市场持续发展的必要途径和重要举措。有进有退的机制，将经营失败的上市公司从证券市场上摘牌，有助于保持证券市场的生机和活力，同时，促进资源从低效率的劣质公司流向高效率的优质公司，促进资源的合理有效配置；能上能下的机制，有助于后进者励精图治，发奋图强，完善公司治理，改进经营管理，提高经济效益；有助于领先者继续提高公司质量，增强投资者信心，鞭策上市公司以较好的业绩回报投资者。故，证券市场建立上市公司退市机制是十分必要的。从世界范围看，大多数国家和地区的证券市场都有相应的退市机制。

我国因证券市场功能异化、条件不成熟等种种原因，长期未建立上市公司退出机制，导致市场功能残缺不全、市场不规范、上市公司质量问题较突出、社会资源配置效率低下、投资者投资理念扭曲等消极后果，因此，建立上市公司退市机制，无疑是我国证券市场走向成熟的重要一步，对于我国证券市场的发展具有特别深远的意义：

首先，建立上市公司退出机制是促进我国证券市场规范、高效运行、稳健发展的有效手段。有了退市机制，证券市场淘汰机制就能发挥作用，对上市公司的行为也就能起到有效的约束作用，而上市公司行为规范了，社会中介机构的违规行为才能从源头上得到约束和控制，因此从规范市场行为来说，退市是纲举目张。有了退市机制，市场才能优化配置上市企业资源，也才能让有限的上市壳配给优质企业。

其次，建立和健全上市公司退出机制，有利于改善我国上市公司的整体质量，提高上市公司营运质量和经营效率。退市机制，有助于上市公司的优胜劣

汰，改善证券市场主体结构，提高上市公司的整体质量；有利于优化上市公司的法人治理结构，建立科学合理的约束和制衡机制；有利于提高资源配置效率，实现证券市场的优化资源配置功能。

再次，建立和健全上市公司退出机制，有利于保护投资者合法权益，有助于促使投资者增强风险意识，树立理性的投资理念。通过退出机制提高上市公司质量，是对投资者利益长远和根本的保护。

最后，建立和健全上市公司退出机制，是我国致力于建设一个具有国际规范和标准的证券市场的标志，有利于提高我国证券市场在国际市场上的竞争力，有利于我国资本市场与国际接轨，能够更好地应对我国加入 WTO 后资本市场发展的挑战。

## 第二章 海外上市公司退市机制研究及其启示

### 一、美国上市公司退市机制

美国纽约交易所和 NASDAQ 等成熟市场的上市公司退市机制所具有的特点和成功经验，将对我们健全退市机制具有大的启示和借鉴作用。

#### 1、纽约证券交易所退市机制

##### (1) 纽约证券交易所退市标准

纽约证券交易所上市规则 802.01 规定了上市公司持续上市标准（最新修订：2001 年 8 月 6 日），同时指出，即使公司符合这些具体标准，在某些情况下，交易所仍有权对它认为不适合继续交易的公司作出终止上市的处理。

纽约证券交易所规定了表 2-1 中的退市数量标准，还规定了以下非数量标准，对上市公司提出了“软”要求：因资产处置、冻结等失去持续经营能力；破产清算；财务状况和经营业绩欠佳；不履行信息披露义务；违反法律；违反上市协议。

##### (2) 达到退市数量标准的判定

环球市值的判定依据为连续 30 个交易日的平均市值。上市公司达到此条退市标准时，应采取拯救措施，以使公司重新达到持续上市标准，对于表中注项，应使连续 30 个交易日的平均环球市值和股东权益都达到 5000 万美元以上，或使连续 30 交易日的平均环球市值达到 1 亿美元，或使连续 30 交易日的平均环球市值达到 6000 万美元且股东权益达到 4000 万美元或自被通知违反此条持续上市标准以来股东权益增加了 4000 万美元，否则被摘牌。

表 2-1 纽约证券交易所退市数量标准 (货币单位:美元)

要求	首次或后续上市标准 (不低于)			退市标准 (低于)	
	美国本土公司		非美国公司		
股东人数	2000U. S.	2200 且	500 且	5000	400
最近 6 个月每月均交易量 (股)		10 万			1200
最近 12 个月每月均交易量			100 万		10 万
公众持股市值	1 亿		1 亿		
公众持股数量 (股)	无要求		250 万	60 万	
税前利润: 最近三年总计	650 万 且	650 万 且	1 亿 且	无要求	
最近一年税前利润	250 万 且	450 万 且			
之前每年税前利润	200 万	为正值			
最近二年每年			2500 万		
经营现金流: 最近三年总计	2500 万		1 亿 且	无要求	
最近三年每年	为正值				
最近二年每年			2500 万		
最近年度收入	1 亿		1 亿		
环球市值	10 亿		10 亿	5000 万	1500
股东权益				5000 万	万
价格标准				1	

数据来源: www.nyse.com (最新)

注: 公共持股量不包括上市公司高管人员或持股量超过发行量 10% 的相关人数的持股数。

如股票交易单位小于 100 股, 则公共持股量要求按交易单位的比列相应减少。

对于环球市值不少于 5 亿美元且最近 12 月的收入不少于 1 亿美元的公司, 有此要求。

对于 original listing 公司, 连续 30 个交易日的平均环球市值低于 5 亿美元, 且最近 12 个月的总收入低于 20000 万美元; 或者连续 30 个交易日的平均环球市值低于 1 亿美元, 则违反持续上市标准。

价格的判定依据为连续 30 个交易日的平均收盘价。如股票连续 30 个交易日的平均收盘价低于 1 美元, 则达到价格退市标准, 会被给予六



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库